

济南西城投资开发集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2025〕2954号

联合资信评估股份有限公司通过对济南西城投资开发集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，确定维持“18 济西投债/18 济西投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



济南西城投资开发有限公司 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
济南西城投资开发有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/23
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，济南西城投资开发有限公司（以下简称“公司”）仍是济南市西部新城土地整理、基础设施建设及资产运营主体，在西部新城的区域专营优势显著。2024 年，济南市经济和财政实力仍处于山东省上游水平，公司外部发展环境良好。跟踪期内，公司营业收入有所下降，其中土地开发收入和毛利率同比均有所下降，但业务持续性良好，土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大；房地产开发项目待售面积较大，部分商业地产项目存在一定的去化压力，在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力；随着运营物业面积及出租率的提升，公司租赁及物业服务收入持续增长，毛利率水平高；随着 5 家子公司的划出，自 2025 年 5 月起公司将不再开展成品油销售业务，且商品房销售收入或将大幅下降。公司资产构成仍以地产项目开发成本及土地整理成本、投资性房地产等为主，资产变现受土地出让政策和房地产市场行情影响较大，资产质量一般；有息债务规模有所下降，债务期限结构优化明显，整体债务负担一般；非经常性损益对公司利润的实现贡献很大；短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现尚可；或有负债风险可控，间接融资渠道较为畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

济南市经济保持较快增长，西部新城为济南市重点建设城区，随着西部新城区域经济的发展，公司各项业务有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围缩小，职能定位下降。公司核心资产划出，政府支持程度减弱。区域再融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**济南市是山东省省会、副省级市，近年来经济稳步发展，经济和财政实力在山东省均位于上游水平。2024 年，济南市实现地区生产总值 13527.60 亿元；完成一般公共预算收入 1083.05 亿元，税收收入占 72.40%，收入质量及财政自给率均较高。
- **区域专营优势显著。**公司作为济南市西部新城投资、建设及运营的核心主体，在西部新城区开展土地整理、基础设施建设及资产运营等业务，区域专营优势显著。
- **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。截至 2024 年底，公司获得的政府置换债券账面余额 178.92 亿元，以政府补助为主的递延收益账面余额 3.20 亿元。

关注

- **未来资本支出压力较大。**公司待整理土地面积较大，房地产在建项目尚需投资规模大，公司未来资本支出压力较大。
- **土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大，商业地产项目存在一定的去化压力。**截至 2024 年底，公司存货中土地熟化成本账面余额 430.70 亿元，后续根据出让计划与委托方进行结算，受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。此外，公司房地产开发项目待售面积较大，销售情况受房地产市场行情影响较大，部分商业地产项目销售进度较慢，未来将转为租赁为主，存在一定的去化压力。
- **无偿划出 5 家子公司。**随着 5 家子公司的无偿划出，公司将不再开展成品油销售业务，且商品房销售收入或将大幅下降。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	5
		资本结构		4
		偿债能力		4
指示评级				a ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：政府支持				+6
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

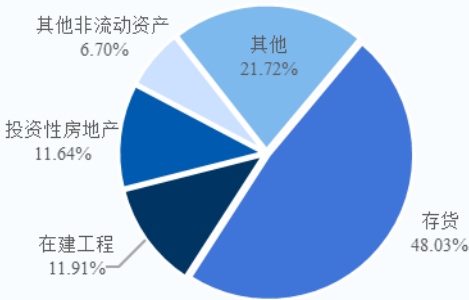
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	28.90	16.62	22.69
资产总额（亿元）	1357.13	1435.92	1469.61
所有者权益（亿元）	330.85	343.49	344.48
短期债务（亿元）	61.39	16.00	28.77
长期债务（亿元）	353.91	386.39	377.45
全部债务（亿元）	415.30	402.38	406.22
营业总收入（亿元）	47.28	43.53	16.56
利润总额（亿元）	5.58	6.80	0.41
EBITDA（亿元）	9.70	11.21	--
经营性净现金流（亿元）	-23.44	-27.64	25.58
营业利润率（%）	21.96	13.74	2.46
净资产收益率（%）	1.49	2.01	--
资产负债率（%）	75.62	76.08	76.56
全部债务资本化比率（%）	55.66	53.95	54.11
流动比率（%）	126.41	123.43	118.63
经营现金流流动负债比（%）	-3.53	-3.96	--
现金短期债务比（倍）	0.47	1.04	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	1.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	42.80	35.89	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	1155.29	1217.73	1245.86
所有者权益（亿元）	317.09	307.60	308.54
全部债务（亿元）	396.03	360.36	358.22
营业总收入（亿元）	13.58	9.41	13.39
利润总额（亿元）	5.81	-10.47	0.40
资产负债率（%）	72.55	74.74	75.23
全部债务资本化比率（%）	55.53	53.95	53.73
流动比率（%）	151.34	143.52	138.92
经营现金流流动负债比（%）	-3.35	-1.28	--

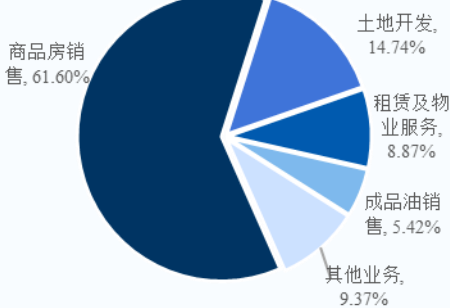
注：1. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；2. 公司长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务核算； 3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

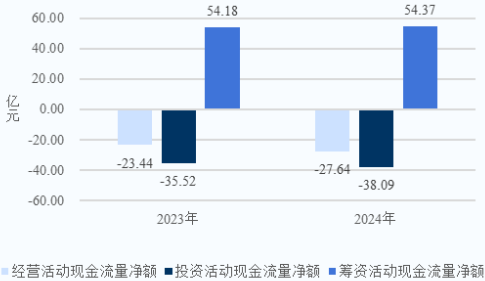
2024 年底公司资产构成



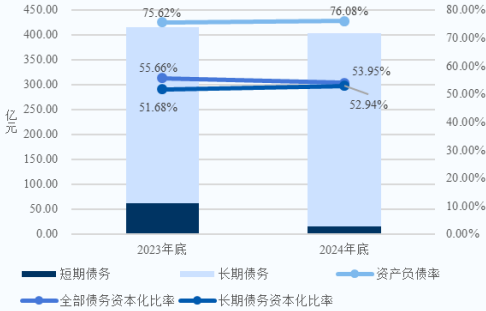
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2028/12/18	回售,调整票面利率

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25	张婷婷 刘 婧	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	AAA/稳定	2018/11/26	闫 蓉 张婷婷	城市基础设施投资企业主体信用评级方法 (2017 年) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘 婧 liuqiang1@lhratings.com

项目组成员：朱玉洁 zhuyj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，唯一股东为济南城市建设集团有限公司（以下简称“城市建设集团”），实际控制人为济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）。

跟踪期内，公司职能定位和主营业务未发生变化，主营业务仍以济南市西部新城区土地整理、基础设施建设及资产运营为主。截至 2025 年 3 月底，公司本部设企业管理部、财务部、法务合同部、规划开发部、建设管理部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，公司合并范围内的子公司共 42 家（详见附件 1-3）。

截至 2024 年底，公司资产总额 1435.92 亿元，所有者权益 343.49 亿元（含少数股东权益 11.27 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 43.53 亿元，利润总额 6.80 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 1469.61 亿元，所有者权益 344.48 亿元（含少数股东权益 11.22 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 16.56 亿元，利润总额 0.41 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区转山西路 2 号济南建设大厦 36 层；法定代表人：许为民。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券为“18 济西投债/18 济西投”，债券余额合计 33.00 亿元。跟踪期内，“18 济西投债/18 济西投”募集资金均已按计划使用完毕，并已按时支付利息。

图表 1 • 跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2018/12/18	10（5+5）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《[2025 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2 区域环境分析

济南市是山东省省会、副省级城市，地理位置优越，交通发达，已形成以新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康为主导，以高端会展、跨境电商、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系；2024 年经济稳步增长，财政实力非常强，未来随着北部新旧动能转换起步区的建设，济南市产业空间将进一步拓展，并有望获得更多的政策支持。整体来看，公司外部环境良好。

济南市地处山东省中部，北连首都经济圈、南接长三角经济圈，东西连山东半岛，是环渤海经济区和京沪经济轴上的重要交汇点，同时也是山东省省会、副省级市、济南都市圈核心城市，国务院批复确定的环渤海地区南翼的中心城市。济南市总面积 10244.45 平方千米，下辖 10 区 2 县；截至 2024 年底，常住人口 951.5 万人，比上年增长 0.8%；常住人口城镇化率为 76.2%，比上年末提高 1.0 个百分点。济南市是连接华东、华北和中西部地区的重要交通枢纽之一，地理位置优越，交通发达。同时，济南市是国家历史文化名城、中国优秀旅游城市，是山东旅游“一山一水一圣人”的重要组成部分，旅游文化突出“泉城”特色。截至 2024 年底，济南市拥有 A 级旅游景区 95 家，其中 5A 级旅游景区 1 家，4A 级旅游景区 20 家，省级以上旅游度假区 2 家。

产业方面，济南市已形成新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康四大主导产业，2024 年实现规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中规模以上制造业实现增加值同比增长 6.7%，拉动规模以上工业增长 5.6 个百分点；新增创新型中小企业 1189 家、专精特新企业 720 家、专精特新“小巨人”企业 31 家；新增省级战略性新兴产业集群 1 个、先进制造业集群 2 个、数字产业集群 3 个、中小企业特色产业集群 3 个，11 家企业入围中国企业 500 强；济南市获评全球集成电路产业综合竞争力百强城市。同时，济南市加快发展以金融、现代物流、商务服务、科技服务等现代服务业，2024 年实现服务业增加值 8568.4 亿元，同比增长 5.2%；规模以上服务业企业实现营业收入 4692.9 亿元，同比增长 3.9%，其中规模以上交通运输、仓储和邮政业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业企业营业收入分别增长 4.8%、5.9%和 7.5%；新获批省级总部企业（机构）25 家、省级生产性服务业领军企业 4 家；入选陆港型国家物流枢纽建设名单、首批全国现代商贸流通体系试点城市；94 个现代物流网重点项目加快实施。另外，济南市新旧动能转换提档加速，2024 年实现规模以上高技术制造业增加值同比增长 14.4%，拉动规模以上工业增长 2.7 个百分点；现代服务业实现增加值 5258.6 亿元，同比增长 4.4%，占服务业增加值的比重为 61.4%；新旧动能转换起步区加快建设，黄河大桥复线桥、齐鲁黄河大桥建成通车，中新绿色科技研究院成立运营，新签约优质产业项目 37 个；科创金融改革试验区效能叠增，济南市连续两年跻身中国城市科创金融指数前十，入选金融资产投资公司股权投资试点城市，科技金融及特色机构达到 62 家，全市科创企业贷款余额 2057.8 亿元，同比增长 17.7%，科创企业获贷率 41.7%，较上年提高 0.6 个百分点。

根据济南市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024 年，济南市经济稳步增长，固定资产投资增速持续放缓。2024 年，济南市 GDP 在山东省下辖 16 个地级市中排名第 2 位；产业结构呈现“三二一”发展格局；固定资产投资中房地产开发投资比上年增长 4.2%，基础设施投资比上年增长 0.6%。

图表 2 • 济南市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年一季度
地区生产总值（亿元）	12027.50	12757.40	13527.60	3091.30
GDP 增速（%）	3.1	6.1	5.4	5.5
固定资产投资增速（%）	3.8	2.1	0.4	1.5
三产结构	3.5：34.8：61.7	3.4：33.8：62.8	3.3：33.4：63.3	/
人均 GDP（万元）	12.77	13.52	14.22	/

注：人均 GDP 按“当年 GDP/常住人口”计算；标“/”处表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据济南市财政决算报告及预算执行情况，2022—2024 年，济南市一般公共预算收入持续增长，其中 2024 年收入规模在山东省下辖 16 个地级市中排名第 2 位，收入质量较高。同期，济南市一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较强。2022—2024 年，济南市政府性基金收入波动增长，其中国有土地使用权出让金收入分别为 449.72 亿元、412.12 亿元和 450.16 亿元。截至 2024 年底，济南市政府债务余额 3770.56 亿元，其中专项债务余额 3500.01 亿元，一般债务余额 270.55 亿元。

图表 3 • 济南市主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	1001.14	1060.82	1083.05
一般公共预算收入增速（%）	8.1	6.0	2.1
税收收入（亿元）	693.16	797.93	784.18
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.24	75.22	72.40
一般公共预算支出（亿元）	1225.57	1365.29	1397.12
财政自给率（%）	81.69	77.70	77.52
政府性基金收入（亿元）	555.85	520.76	592.0
地方政府债务余额（亿元）	2661.09	3180.43	3770.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《济南市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，十四五期间，济南市将构建“东强西兴南美北起中优”城市发展新格局。东部以国家级开发区为载体支撑，重点建设提升 CBD 奥体片区、齐鲁科创大走廊、中科院济南科创城和山东大学龙山校区等重点项目。西部在发挥交通枢纽和高校园区优势的同时，加速建设活力康养之城，加快建设国际医学科学中心、西部科教产业城，提升西客站片区综合配套功能，打造西部文旅健康产业融合发展区。南部持续建设绿色生态之城，强化生态保护，发展绿色经济。中部聚焦二环以内老城区，精心建设魅力品质之城。北部作为未来发展的战略空间、城市核心功能的重要承载地，集中优势资源，推动黄河北地区加快崛起，将高水平建设新旧动能转换起步区，强化基础设施和公共服务设施建设，促进中心城区功能和人口向黄河北新城区疏解。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司职能定位及主营业务均未发生变化。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版）（统一社会信用代码：91370113780618759E），截至 2025 年 5 月 13 日，公司本部无关注类和不良信贷记录，过往履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构比较有效，内部管理体系健全，公司董事、监事、高级管理人员及管理制度方面均无重大变化。

（三）重大事项

自 2025 年 5 月起，随着 5 家子公司的无偿划出，公司资产、权益、收入将有所下降，未来不再开展成品油销售业务，且商品房销售收入或将大幅下降。联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

2024 年 6 月，公司发布《济南西城投资开发集团有限公司关于资产无偿划转的公告》，根据控股股东城市建设集团优化资产配置要求，公司拟将持有的山东西进融资担保有限公司、金龄健康产业投资（山东）有限公司等 5 家子公司股权无偿划转至山东同舟产业控股集团有限公司（济南城建于 2024 年 3 月成立的全资子公司）。上述划出事项已于 2025 年 4—5 月完成工商变更登记。

以公司及各标的资产 2024 年（底）财务数据初步测算，本次资产无偿划转事项将导致公司总资产减少 5.31%，净资产减少 12.80%，营业收入减少 43.47%。其中，济南西城投资发展有限公司（以下简称“西城发展公司”）是公司房地产开发板块的重要子公司之一，其划出将对公司房屋销售收入产生较大影响；济南西城石化有限公司（以下简称“西城石化”）是公司成品油销售业务的主要运营主体，其划出后，未来公司将不再从事成品油销售业务。联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入仍主要来自商品房销售、土地开发整理、租赁及物业服务和成品油销售业务；受商品房销售和土地开发整理收入下降且毛利率大幅下降影响，公司营业总收入同比有所下降，业务综合毛利率同比下降 8.75 个百分点至 20.59%。同期，公司其他业务主要为工程施工、商品销售、委托运营等；收入规模同比明显增长，主要系新增商品销售收入 0.96 亿元，同时工程施工收入增量较大所致，对公司营业收入形成一定补充。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 16.56 亿元，相当于 2024 年全年的 38.04%，业务综合毛利率为 6.10%。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
商品房销售	29.01	68.25	20.27	28.33	59.92	20.17	26.80	61.60	14.42
土地开发	7.80	18.34	54.71	10.44	22.08	40.71	6.41	14.74	5.18
租赁及物业服务	2.52	5.92	45.01	3.49	7.38	82.68	3.86	8.87	88.61
成品油销售	2.22	5.22	19.32	2.80	5.92	18.24	2.36	5.42	20.36
其他业务	0.96	2.27	22.79	2.22	4.70	23.09	4.08	9.37	21.19
合计	42.51	100.00	28.06	47.27	100.00	29.34	43.51	100.00	20.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（1）土地开发整理业务

跟踪期内，公司土地开发收入和毛利率同比均有所下降；在整理土地尚需投资规模大，业务持续性良好；账面沉淀的土地开发成本规模大，土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。

公司受济南市国土资源局委托，负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化和开发工作。业务模式方面，公司经济南市人民政府授权对区域进行征地拆迁及前期整治，使其达到“五通一平”或“七通一平”的建设状态，资金主要来自于公司自筹。济南市土地储备中心在公司完成整理后收储土地并根据城建规划和土地市场情况择机公开出让。在土地出让后，济南市土地储备中心按土地出让金（扣除相关税费及 10%统筹重大基础设施建设专项资金后）的 80%为上限向济南市财政局申请财政预算拨款，济南市财政局据此向公司拨款平衡前期整理成本。

从土地回款周期来看,根据《济南市人民政府办公厅关于保持房地产市场持续平稳健康发展的通知》(济政办发〔2016〕25号),对于土地出让起始价不超过3亿元(含)的,土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内全部缴清土地出让价款;对于土地出让起始价超过3亿元且溢价率不超过50%(含)的,土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内缴清土地出让起始价款的50%及全部溢价部分,剩余价款应在出让合同签订之日起90日内缴清;溢价率超过50%的,土地出让价款应在出让合同签订之日起30日内全部缴清。凡溢价率超过100%的,土地出让价款应在出让合同签订之日起15日内全部缴清。济南市财政局根据收到土地出让款进度核算成本及收益,然后按照规定比例将土地成本及收益分开返还至公司,整个回款周期基本在1年以内。

公司测算的土地成本包括研究、策划、设计等前期费用,拆迁补偿款和过渡安置费等土地征收费用,道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用,资金成本和其他费用。土地熟化阶段,配套工程费用和资金成本计入“在建工程”科目,其他成本计入“存货-土地熟化成本”。

公司按照济南市国土资源局与土地竞得人签订成交确认书的时间(可能较土地实际出让时间有所滞后)作为确认土地整理熟化收入时间。按照应收济南市财政局返还的土地出让收入确认为土地整理熟化收入,相应将“存货-土地熟化成本”结转至“主营业务成本”。“在建工程”中配套工程费用将部分转入“存货-土地熟化成本”,部分转入“固定资产”,其中政府出资部分依据相关政策转入资本公积。

近年来,公司出让土地主要集中在西客站片区和大学科技园片区,土地出让规模和收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。2024年,公司主要移交地块面积同比大幅增长,但土地出让收入同比有所下降,主要系当年出让的土地中价格较低的大学科技园片区占比较高所致;受征迁及安置成本较高等原因影响,业务毛利率大幅下降。2025年1—3月,公司实现土地开发收入12.39亿元。

图表5•公司主要土地开发整理移交情况

时间	地块名称	移交面积(亩)	确认收入金额(万元)	已回款金额(万元)
2022年	青岛路以北、滨洲路以西地块 A-1	47.92	33791.52	33791.52
	西客站片区安置一区九-3 医疗地块南地块 3	7.68	1365.57	1365.57
	大庙屯片区二环南路以北,拥军路以东剩余 A-9-1 地块	112.52	39054.88	39054.88
	合计	168.12	74211.97	74211.97
2023年	大庙屯片区二环南路以北,拥军路以东剩余 A-9-2 地块	14.21	4928.42	4928.42
	大学科技园片区山东广电大学城广播电视与 5G 一体化机房项目地块	5.03	305.76	--
	西客站片区烟台路以南,二环西路以西张刘片区 A2 地块	18.33	8661.59	8661.59
	西客站片区青岛路以南、淄博路东西两侧用地 A-1、A-2 地块	136.66	85039.74	--
	合计	169.15	98935.51	13590.01
2024年	鲁澳产业园地块	145.89	10418	10418
	西客站片区烟台路以南,二环西路以西张刘片区 A2-2 地块	5.08	3321.52	3321.52
	东彩石村城中村改造项目 Ecs15-4-2 地块	11.23	2358.81	2358.81
	东彩石村城中村改造项目 Ecs15-4-3 地块	136.33	48037.38	9130
	合计	298.53	64135.71	25228.33
2025年 一季度	西客站会展中心北侧 A-1 地块	38.80	30598.26	--
	西客站会展中心北侧 A-2 地块	39.63	31251.99	--
	西客站会展中心北侧 A-3 地块	43.80	34643.07	--
	西客站会展中心北侧 A-4 地块	34.64	27395.06	--
	合计	156.87	123888.38	--

注:1.表中所列为公司出让的主要地块情况,另有出让其他零散地块规模较小,未列示于上表,因此表中确认收入金额小于当年土地开发收入规模;2.尾差系四舍五入所致
资料来源:公司提供

截至2025年3月底,公司在整理的西客站片区和大学科技园片区总面积7.41万亩,计划总投资1322.00亿元,待投资规模238.67亿元。截至2024年底,公司存货中土地熟化成本账面余额430.70亿元,后续根据出让计划与委托方进行结算,受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。2025—2027年,公司在整理的西客站片区和大学科技园片区分别计划投资3.70亿元、4.60亿元和3.90亿元,分别计划出让面积192.00亩、286.00亩和164.00亩。

图表 6 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在整理土地情况

地块名称	总面积（亩）	可形成经营性用地面积（亩）	总投资金额（亿元）	计划回款周期	已投金额（亿元）	已成交面积（亩）	已回款金额（亿元）
西客站片区	34030.00	2258.00	945.75	2013—2027 年	858.64	12380.00	573.36
大学科技园片区	40078.00	2661.00	376.25	2013—2030 年	224.69	7746.00	93.44
合计	74108.00	4919.00	1322.00	--	1083.33	20126.00	666.80

注：表中可形成经营性用地面积为剩余可出让面积
 资料来源：公司提供

（2）房地产开发业务

公司房地产项目待售规模较大，销售情况受房地产政策及市场行情影响较大，部分商业地产项目存在一定的去化压力；在建房地产项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。随着原子公司西城发展公司的划出，公司未来商品房销售收入或将大幅减少。

公司房地产开发业务经营主体主要为公司本部（具有房地产开发二级资质）、全资子公司济南西城置业有限公司（具有房地产开发二级资质）、济南滨湖地产有限公司及西城发展公司。

2024 年，公司商品房销售收入较上年有所下降。截至 2025 年 3 月底，公司已完工在售房地产项目总投资 225.33 亿元，总开发面积 281.05 万平方米，已销售金额 125.92 亿元。其中，印象济南、汇金国际、滨河商务中心项目等部分商业项目销售进度较慢，未来将以租赁为主；水利厅项目、柏然公馆部分用于长期租赁住房；善能大厦 B 座 18 层以下自持，均不再对外销售；此外，蓝天绿园住宅项目、宜家西 B 商业类项目已完工均尚未销售。未来公司房地产项目整体销售及去化情况有待关注。

图表 7 • 截至 2025 年 3 月底公司已完工在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	类型	建筑面积（万平方米）	已投资金额（亿元）	已销售金额（亿元）	销售进度（%）	回款进度（%）
西元大厦项目	商业	5.50	4.60	2.89	94.75	89.27
济水上苑项目（南区）	住宅	39.00	26.00	25.19	93.63	97.54
蓝天绿园	住宅	12.30	8.78	--	--	--
印象济南	商业	28.00	25.00	--	--	--
西城·西进时代中心三地块	商业	19.80	17.70	14.89	85.41	94.69
汇金国际	商业	9.40	8.78	--	--	--
滨河商务中心项目	商业	20.23	19.71	--	--	--
济水上苑北区一二期	住宅	37.30	25.00	32.83	95.24	98.90
柏然公馆	商业	8.00	5.40	1.39	83.83	84.97
善能大厦 A 座	商业	7.55	5.60	4.34	87.87	96.46
善能大厦 B 座	商业	10.62	8.64	1.42	51.32	43.02
黄金国际广场	商业	16.30	21.78	--	--	--
天风云墅一期	住宅	15.24	10.63	12.50	92.60	94.76
济水别苑一期	住宅	14.30	9.39	11.80	95.34	99.95
济水别苑二期	住宅	9.35	6.26	7.01	94.54	99.96
紫薇阁山庄（改造）	住宅	15.24	12.76	11.66	83.15	98.70
水利厅项目	商业/公租房	8.70	5.33	--	--	--
宜家西 B	商业	4.22	3.97	--	--	--
合计	--	281.05	225.33	125.92	--	--

注：1、已完工房地产项目有一部分用于销售，有一部分用于租赁，销售进度指的是已销售面积占该项目用于销售部分的比例；2、尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建房地产开发项目仍以位于济南市的住宅类为主，总开发面积 290.35 万平方米，计划总投资 261.98 亿元，已投资 196.33 亿元，尚需投资规模较大；部分在建项目已启动预售，累计已销售金额 111.67 亿元。截至 2024 年底，公司存货中储备土地账面价值约 30.00 亿元，暂无拟建房地产开发项目。

2025 年 5 月，原子公司西城发展公司已自公司合并范围划出，西城发展公司主要负责济南杨柳春风住宅项目的建设和销售工作，该项目总投资 124.91 亿元、已投资 110.81 亿元、已销售 91.07 亿元，是公司近年来商品房销售收入主要来源之一，预计公司未来商品房销售收入将大幅减少。

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	类型	项目所在地	项目建设期	计划总投资	已投资额	总开发面积	已完工面积	已销售额	计划投资额	
									2025 年	2026 年
天风云墅二期	住宅	济南	2017—2023 年	15.80	15.80	20.99	20.99	11.66	--	--
济水学苑一期	住宅	济南	2019—2023 年	17.47	16.92	15.56	15.56	3.62	0.55	--
济水学苑二期	住宅/公租房	长清区	2021—2024 年	12.88	12.54	11.44	--	--	0.34	--
宜家西 C	商业	济南	2023—2026 年	16.61	5.03	22.23	--	--	3.15	3.15
安置二区三地块	公租房	济南	2021—2024 年	10.27	7.82	15.55	--	--	2.45	--
万融广场（泺口商业综合体）	商业	济南	2021—2025 年	11.91	4.51	15.16	--	--	3.70	3.70
康桥圣菲三期	住宅	长清区	2020—2024 年	7.46	7.46	2.46	2.46	1.71	--	--
济南杨柳春风	住宅	济南	2017—2025 年	124.91	110.81	139.26	98.45	91.07	3.40	--
威海春风海岸	住宅	威海	2019—2028 年	36.41	15.20	38.26	9.72	3.61	0.06	--
西进五	商业	济南	2023—2026 年	8.26	0.24	9.44	--	--	1.20	3.00
合计	--	--	--	261.98	196.33	290.35	147.18	111.67	14.85	9.85

注：部分项目建设期已结束，因尚未完成竣工验收而列入在建项目，且已完成投资，暂无进一步投资计划
资料来源：公司提供

（3）租赁及物业服务业务

2024 年，随着运营物业面积及出租率的提升，公司租赁及物业服务收入持续增长，毛利率水平高，对营业收入及利润形成一定补充。

公司租赁及物业管理业务委托济南城市建设集团资产运营管理有限公司（以下简称“济南城建资管公司”）进行运营，在运营资产主要包括西城大厦（东广场南综合体）、西客站安置区、数娱广场、数娱广场、紫薇阁、大剧院、三馆、停车场等四十余个项目，资产面积超 180 万平方米；公司对外租赁及物业服务方包括中石油昆仑燃气有限公司山东分公司、济南金科西城房地产开发有限公司、济南弘阳商业管理有限公司、济南西成酒店管理咨询有限公司、山东国际会展管理运营有限公司等。2024 年，随着运营物业面积及出租率的提升，公司租赁及物业服务收入同比增长 10.61%至 3.86 亿元，毛利率水平高。

（4）成品油销售业务

自 2025 年 5 月，公司将不再从事成品油销售业务，成品油销售收入也将相应减少。

公司成品油销售业务主要由子公司西城石化负责运营。截至 2024 年底，西城石化资产总额 1.15 亿元，净资产 0.76 亿元；在营加油站 6 座（资产均为租赁，2024 年租金总额 783.61 万元）。2024 年，公司实现成品油销售收入 2.36 亿元，毛利率为 20.36%。2025 年 5 月，随着子公司西城石化的划出，公司未来将不再从事成品油销售业务。

2 未来发展

未来公司将继续发展西城土地熟化、房地产、商业运营等板块业务。土地熟化方面，未来公司将继续履行土地整理熟化的职能，完成规划区内剩余土地的一级开发和规划工作，进一步拓展西部新城区发展空间。房地产业务方面，公司将通过运作经营性土地，采取自主经营和与开发商联合开发等途径，持续开展房地产业务。城市建设开发方面，公司将围绕济南市打造“四个中心”中心任务，推动重大项目建设，提升国有资本和国有资产统筹运营能力。商业运营方面，公司将利用西部新区已建成和在建的部分商业服务设施开展高端商务合作和资产运营。

（五）财务方面

公司提供了 2024 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年一季报未经审计。

跟踪期内，会计政策变更方面，公司自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 17 号》“关于供应商融资安排的披露”规定，无重要会计估计变更。前期会计差错更正方面，公司采用追溯重述法对子公司比较期间的其他业务成本、其他应付款及未分配利润等各项差错进行了更正，对公司合并口径财务报表影响很小。

2024 年，公司合并范围内增加 3 家子公司，系无偿划入 1 家和投资设立 2 家；合并范围内减少 2 家子公司，系无偿划出。公司整体财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，构成以地产项目开发成本及土地整理成本、投资性房地产等为主，资产变现受土地出让政策和房地产市场行情影响较大。公司资产质量一般。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	840.32	61.92	862.59	60.07	878.45	59.77
货币资金	28.10	2.07	15.78	1.10	15.67	1.07
应收账款	38.37	2.83	42.97	2.99	49.61	3.38
其他应收款（合计）	87.35	6.44	94.23	6.56	97.37	6.63
存货	664.24	48.94	689.61	48.03	681.93	46.40
非流动资产	516.81	38.08	573.33	39.93	591.17	40.23
其他权益工具投资	26.03	1.92	12.23	0.85	12.33	0.84
其他非流动金融资产	1.39	0.10	19.76	1.38	19.69	1.34
长期股权投资	28.19	2.08	60.08	4.18	60.52	4.12
投资性房地产	160.17	11.80	167.18	11.64	159.33	10.84
在建工程（合计）	153.61	11.32	171.08	11.91	179.75	12.23
其他非流动资产	99.12	7.30	96.17	6.70	95.41	6.49
资产总额	1357.13	100.00	1435.92	100.00	1469.61	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024 年底，公司货币资金较上年底大幅下降，主要由银行存款（12.54 亿元）和其他货币资金（3.24 亿元）构成，其中受限货币资金 0.83 亿元，主要为建筑劳务保证金、贷款保证金、冻结资金及公积金保证金等；应收账款较上年底增长 11.98%，仍以应收济南市财政局土地熟化款为主，账面余额主要为应收济南市财政局（32.55 亿元）、济南高新技术产业开发区管委会（2.57 亿元）、济南城建资管公司（1.14 亿元）等款项，前五大欠款方账面余额占应收账款账面余额的 85.29%，集中度较高；账龄在 3 年以内的占比 89.70%，账龄较短；累计计提坏账准备 0.98 亿元。同期，随着公司与区域内国企间往来款的增加，公司其他应收款较上年底增长 7.89%，前五大欠款方应收账款账面余额合计 60.11 亿元，占其他应收款账面余额的 60.11%，集中度较高；账龄在 3 年以内的款项占比 81.82%，账龄较短；累计计提坏账准备 0.53 亿元。2024 年底，公司存货较上年底小幅增长，主要由土地熟化成本（430.70 亿元）、房地产开发成本（166.11 亿元）和开发产品（91.47 亿元）构成，累计计提跌价准备 1.26 亿元。整体看，公司存货变现受土地出让及房地产行情影响大。

图表 10 • 公司 2024 年底主要其他应收账款明细

名称	款项性质	账面余额（亿元）	账龄	占其他应收款账面余额的比例（%）
济南城市建设集团投资有限公司	往来款	30.78	1 年以内、1—2 年、3—4 年	32.48
济南万融产业发展集团有限公司	往来款	10.07	1 年以内、1—2 年	10.63
山东济西湿地管理有限公司	往来款	9.25	1 年以内、1—2 年、2—3 年、3—4 年、4—5 年、5 年以上	9.77
城市建设集团	往来款、资金归集	6.31	1 年以内	6.66
济南市小清河开发建设投资有限公司	往来款	3.68	1 年以内、1—2 年、2—3 年	3.89
合计	--	60.11	--	63.43

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年底，公司其他权益工具投资较上年底大幅下降，同时长期股权投资较上年底大幅增长，主要系 2024 年 1 月公司对齐鲁银行股份有限公司（股票代码：601665，证券简称：齐鲁银行）的持股比例由 2023 年的 7.15%增加至 8.19%，同时公司的一名高管成为齐鲁银行股东董事，对其决策形成重大影响，会计核算由其他权益工具投资调整至长期股权投资，并按权益法核算调增该股权投资的账面价值所致。同期，公司长期股权投资账面余额主要为对齐鲁银行（43.37 亿元）、济南金科西城房地产开发有限公司（4.05 亿元，以下简称“金科西城公司”）、济南财金投资有限公司（3.08 亿元）、山东华凌电缆有限公司（2.49 亿元）等联营企业的投资，累计计提减值准备 14.50 亿元；2024 年分别对金科西城公司和济南恒大西区置业有限公司（以下简称“恒大西区公司”）计提减值准备 3.98 亿元和 6.47 亿元；2024 年底公司对以上两家公司累计计提坏账准备 11.07 亿元，其中对恒大西区公司的投资已全部计提坏账准备。2024 年底，公司其他权益工具投资账面余额为对中泰证券股份有限公司股权投资款，2024 年确认股利收入共 782.01 万元。

2024 年底，公司其他非流动金融资产较上年底大幅增长，账面余额由权益工具投资（19.39 亿元）和债务工具投资（0.37 亿元）构成，其中权益工具投资主要为对山东省普惠齐鲁投资有限公司（账面余额 18.00 亿元）等股权投资；投资性房地产仍主要为公司在租赁的房屋及建筑物，较上年底小幅增长主要系外购及存货转入房屋及建筑物 8.73 亿元、处置及转回其他资产 4.89 亿元，同时公允价值减少 2.48 亿元所致；在建工程较上年底增长 11.37%，主要为济西湿地公园（37.32 亿元）、大学科技园安置房三期（28.84 亿元）、三馆二期（24.30 亿元）、张刘片区安置房（22.48 亿元）、玉符河综合整治工程（21.55 亿元）、中铁紫荆长租房项目（10.07 亿元）等项目投入，未计提减值准备；其他非流动资产较上年底小幅下降，主要由省会文化艺术中心项目（39.28 亿元）、公租房（27.75 亿元）、片区开发配套公建（13.81 亿元）和预付购房款（10.61 亿元）等构成，累计计提减值准备 1.63 亿元。

受限资产方面，截至 2024 年底，公司受限资产情况如下图表所示，受限资产合计 113.42 亿元，占总资产的比重为 7.90%，资产受限比例不高。

图表 11 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（万元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	8271.91	0.06	冻结资金、贷款保证金存款、建筑劳务保证金、履约保证金存款、公积金保证金、个人按揭保证金、其他
应收票据	97.52	0.00	已背书未终止确认
应收账款	29.54	0.00	借款抵押
存货	88548.52	0.62	借款抵押
固定资产	73373.27	0.51	售后租回标的
投资性房地产	940327.22	6.55	借款抵押
无形资产	23566.71	0.16	借款抵押
合计	1134214.69	7.90	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（2）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益小幅增长，其中未分配利润占比仍较高，权益稳定性一般。

2024 年底，公司所有者权益较上年底小幅增长，仍以实收资本、资本公积和未分配利润为主，其中资本公积较上年底变化不大，仍主要由政府拨入专项资金、股权资产等形成；未分配利润占比仍较高，权益稳定性一般。

图表 12 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	50.00	15.11	50.00	14.56	50.00	14.51
资本公积	132.76	40.13	132.85	38.68	132.85	38.57
未分配利润	115.80	35.00	125.18	36.44	126.25	36.65
归属于母公司所有者权益合计	319.57	96.59	332.22	96.72	333.25	96.74
少数股东权益	11.28	3.41	11.27	3.28	11.22	3.26
所有者权益合计	330.85	100.00	343.49	100.00	344.48	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

（3）负债

2024 年底，公司有息债务规模较上年底小幅下降，其中短期债务规模及占比大幅下降，债务期限结构优化明显，整体债务负担一般，集中偿付压力不大。

2024 年底，公司负债总额较上年底增长 6.45%，结构仍以流动负债为主，其中经营性负债主要体现在以应付工程款、拆迁补偿款为主的应付账款，与股东及关联方往来款形成的其他应付款和以预收售房款（20.94 亿元）为主的合同负债。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

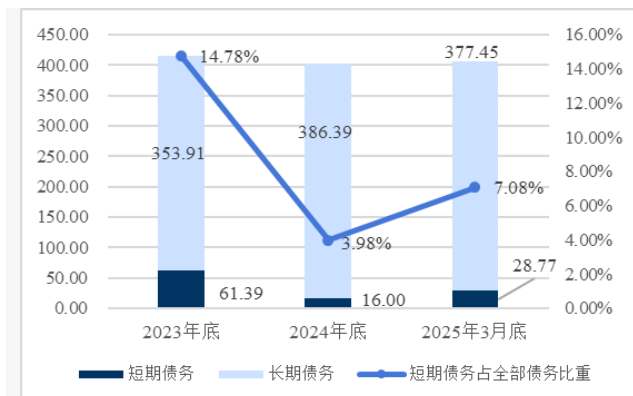
项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	664.76	64.77	698.82	63.97	740.49	65.81
应付账款	33.26	3.24	36.19	3.31	34.79	3.09
其他应付款（合计）	527.26	51.38	622.02	56.94	652.08	57.96
一年内到期的非流动负债	61.09	5.95	15.60	1.43	27.90	2.48
合同负债	38.29	3.73	21.07	1.93	22.21	1.97
非流动负债	361.52	35.23	393.60	36.03	384.65	34.19
长期借款	56.27	5.48	52.45	4.80	55.44	4.93
应付债券	103.11	10.05	146.80	13.44	136.62	12.14
长期应付款（合计）	185.55	18.08	183.16	16.77	181.84	16.16
其他非流动负债	9.63	0.94	4.50	0.41	4.01	0.36
负债总额	1026.28	100.00	1092.43	100.00	1125.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，2024 年底，公司长期应付款主要由应付政府置换债券 178.92 亿元、融资租赁借款 3.65 亿元和专项应付款（0.60 亿元，项目专项资金）构成；其他非流动负债为债权投资计划 4.50 亿元。本报告将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算。2024 年底，公司全部债务 402.38 亿元，较上年底下降 3.11%，其中短期债务规模及占比大幅下降，债务期限结构优化明显。同期，公司全部债务中债券融资、政府置换债券和非标融资分别占比 36.54%、44.47%和 2.03%，其余要为银行借款；从融资成本来看，公司有息债务综合融资成本为 3.60%；从债务指标来看，公司资产负债率和长期债务资本化比率较上年底小幅上升，全部债务资本化比率较上年底小幅下降，公司整体债务负担一般。从债务期限分布看，2025—2027 年，公司分别需要偿还本息债务本金（已考虑含权债券提前回售）46.92 亿元、67.71 亿元和 57.05 亿元，到期债务分布相对均匀，集中偿付压力不大。

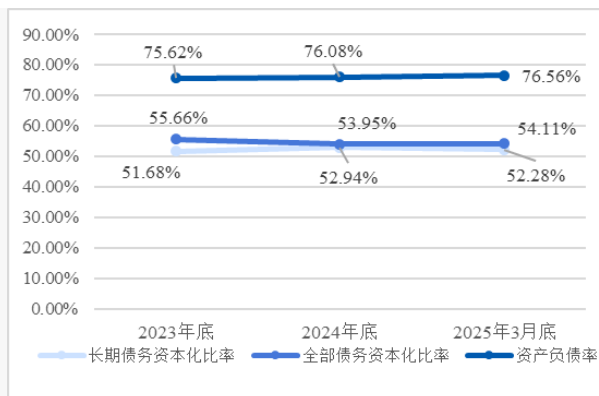
2025 年 3 月底，公司负债总额较 2024 年底小幅增长，主要系其他应付款增长所致。

图表 14 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 15 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

(4) 盈利能力

2024 年，公司营业总收入同比有所下降，非经常性损益对公司利润的实现贡献很大。

2024 年，公司营业总收入同比下降 7.94%；营业利润率同比下降 8.22 个百分点至 13.74%。

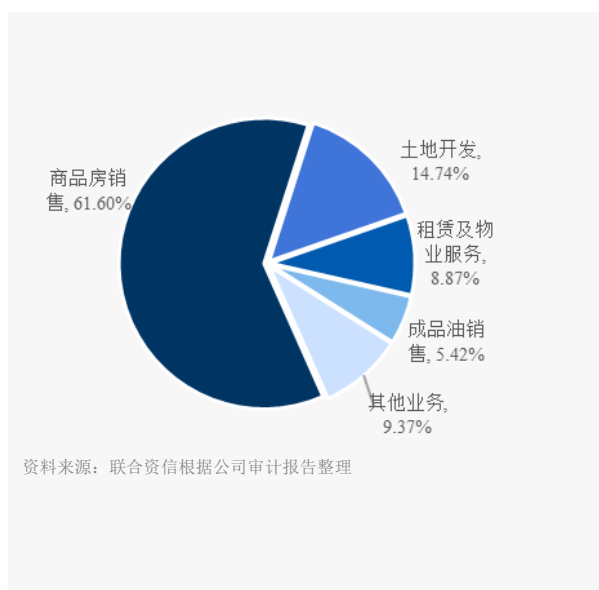
非经营性损益方面，2024 年，公司投资收益同比大幅增长，主要系齐鲁银行 2024 年按权益法核算确认投资收益 2.97 亿元所致，2024 年投资收益仍来自股权投资收益、股利收入、交易性金融资产的投资收益、利息收入等；受 2024 年长期股权投资计提减值损失 11.66 亿元影响，公司资产减值损失大幅增长。同期，公司对齐鲁银行的投资由原其他权益工具投资改为权益法核算的长期股权投资形成营业外收入 18.55 亿元，利润总额同比有所增长。整体来看，非经常性损益对公司利润的实现贡献很大。从盈利指标来看，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所上升。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	47.28	43.53	16.56
营业成本	33.40	34.55	15.55
期间费用	6.27	6.67	1.73
其他收益	0.05	0.05	0.02
投资收益	1.70	5.15	1.71
营业外收入	0.06	18.58	0.01
资产减值损失	0.00013	-13.48	0.00
利润总额	5.58	6.80	0.41
营业利润率（%）	21.96	13.74	2.46
总资本收益率（%）	1.01	1.34	--
净资产收益率（%）	1.49	2.01	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 17 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(5) 现金流

2024 年，公司筹资活动前现金持续大幅净流出，收入实现质量较差；随着债务逐步到期及项目持续投入，公司资金来源对外部融资依赖较大。

图表 18 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	85.44	50.61	53.73
经营活动现金流出小计	108.88	78.25	28.14
经营活动现金流量净额	-23.44	-27.64	25.58
投资活动现金流入小计	19.15	11.42	1.50

投资活动现金流出小计	54.67	49.51	17.42
投资活动现金流量净额	-35.52	-38.09	-15.93
筹资活动前现金流量净额	-58.97	-65.73	9.66
筹资活动现金流入小计	182.04	179.10	19.99
筹资活动现金流出小计	127.86	124.74	29.76
筹资活动现金流量净额	54.18	54.37	-9.77
现金收入比（%）	69.21	25.89	55.58

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024 年，受主营业务及往来款现金收支均大幅下降影响，公司经营活动现金流入和流出同比均大幅下降，经营活动现金持续净流出；公司现金收入比大幅下降，收现实现质量较差。

2024 年，公司投资活动现金流入同比下降 40.38%，主要为收回投资及取得投资收益收到的现金；投资活动现金流出同比下降 9.45%，主要为土地开发配套基建工程和自持商业地产开发投入，以及权益工具投资支付的现金等。同期，公司投资活动现金持续大幅净流出。

2024 年，公司筹资活动现金流入和流出同比均小幅下降，其中筹资活动现金流入主要是对外融资取得的资金及与股东往来借款（体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”），筹资活动现金流出主要是偿还债务本息的现金流出。同期，公司筹资活动现金持续净流入。

2025 年 1—3 月，受主营业务回款及收到的往来款规模较大影响，公司经营活动现金呈大幅净流入；投资活动现金呈净流出，筹资活动现金呈小幅净流出。随着债务逐步到期及项目持续投入，公司对外部融资依赖较大。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现尚可；或有负债风险可控，间接融资渠道较为畅通。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 3 月（底）
短期偿债指标	流动比率（%）	126.41	123.43	118.63
	速动比率（%）	26.49	24.75	26.54
	现金短期债务比（倍）	0.47	1.04	0.79
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	9.70	11.21	--
	全部债务/EBITDA（倍）	42.80	35.89	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.73	1.10	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，2024 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度一般。2025 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.79 倍，公司短期偿债指标表现较强。

从长期偿债指标看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长，EBITDA 对利息支出的保障程度高，全部债务/EBITDA 指标表现弱。整体看，公司长期偿债指标表现尚可。

截至 2024 年底，公司对外担保余额合计 34.52 亿元（详见附件 1-4），担保比率为 10.05%；被担保方以区域内国有企业为主，其中对民营企业的担保余额共 6.51 亿元。同期，公司对莱芜城市发展集团有限公司（以下简称“莱芜城发集团”）担保余额为 2.46 亿元；根据中国执行信息公开网查询，莱芜城发集团有一条被执行记录，执行标的 192.35 万元，其他被担保方目前经营情况正常。整体看，公司或有负债风险可控。

截至2024年底，公司共获得银行授信为218.75亿元，尚未使用额度为36.43亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

未决诉讼方面，截至 2025 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担土地开发整理及配套基建业务，对子公司管控力度较强；受资产减值损失影响，2024 年公司本部利润大幅亏损；公司本部整体债务负担一般，短期偿付压力大。

2024 年底，公司本部资产总额 1217.73 亿元，主要由其他应收款（315.58 亿元）、存货（437.07 亿元）、长期股权投资（87.02 亿元）、投资性房地产（88.38 亿元）、在建工程（121.08 亿元）和其他非流动资产（82.54 亿元）构成。同期，公司本部所有者权益 307.60 亿元，以实收资本（50.00 亿元）、资本公积（119.56 亿元）和未分配利润（122.32 亿元）。2024 年底，公司负债总额 910.13 亿元，其中全部债务为 360.36 亿元，短期债务占比 2.92%，现金短期债务比为 0.13 倍，短期偿债压力大；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.74%和 53.95%，公司本部整体债务负担一般。

公司本部主要承担土地开发整理及配套基建业务，2024 年实现营业总收入 9.41 亿元，主要为土地开发收入；资产减值损失-10.45 亿元，投资收益 4.61 亿元，利润总额-10.47 亿元。公司合并范围内子公司较多，公司本部通过向全资子公司、控股公司派出财务总监或财务负责人实施财务控制，通过对“三重一大事项”统一审批决策等方式对子公司进行经营管理，公司对子公司管控力度较强。

（六）ESG 方面

环境方面，公司土地整理及配套工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，公司不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，公司积极履行社会责任，为 A 级纳税人，近年来公司未发生重大安全生产事故或产品质量事故。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力较强，并建立了完善的法人治理结构，管理制度健全。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

济南市政府综合实力非常强；公司作为济南市西部新城投资、建设及运营的核心主体，具有明显的区域专营优势；跟踪期内，公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系济南市国资委。济南市是山东省省会、副省级市，经济稳步增长，财政实力非常强。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

公司作为济南市西部新城土地整理、基础设施建设及资产运营主体，具有明显的区域专营优势。跟踪期内，公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

政府债务置换方面，根据《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，济南市政府对市属国有企业存量债务进行清理、甄别。截至 2024 年底，公司获得的政府置换债券账面余额 178.92 亿元，计入“长期应付款”，账面余额较上年底小幅增长。

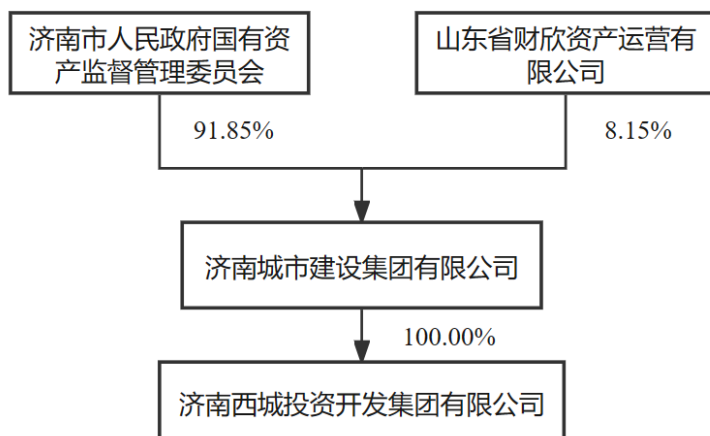
政府补助方面，2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 0.05 亿元和 0.02 亿元，计入“其他收益”。截至 2024 年底，公司递延收益账面余额 3.20 亿元，主要为政府补助。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

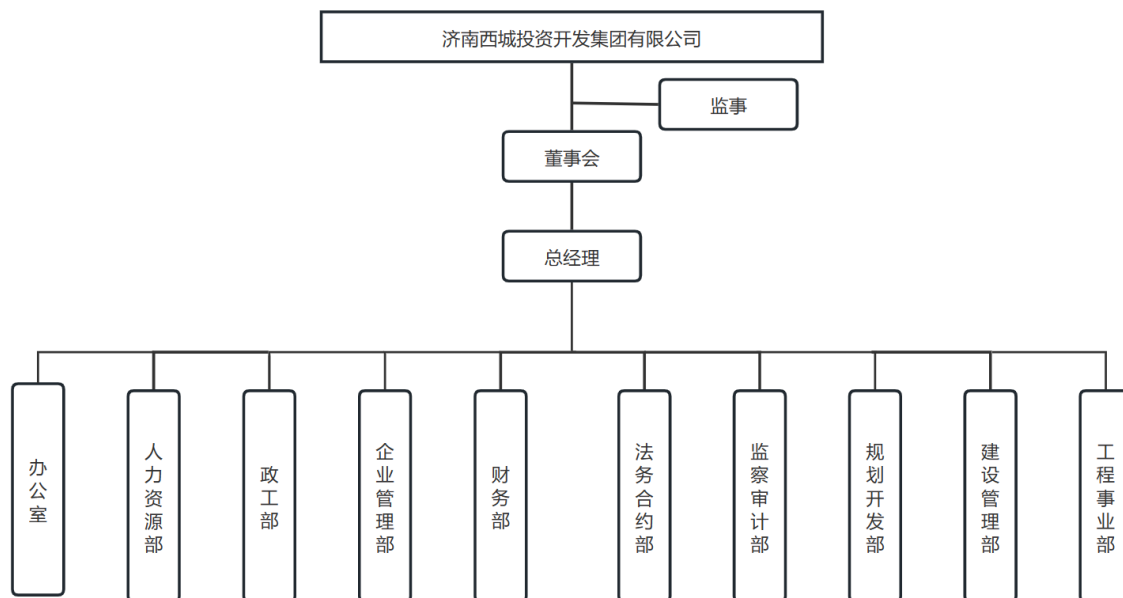
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 济西投债/18 济西投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供整理

附件 1-3 公司合并范围内子公司情况（截至 2024 年底）

序号	子公司名称	主要经营地	注册地	持股比例(%)		取得方式
				直接	间接	
1	济南西城投资发展有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
2	济南正信置业有限公司	济南	济南	--	90.00	非同一控制下企业合并
3	济南西城高科农业发展有限公司	济南	济南	20.00	80.00	投资设立
4	济南四季村宾馆	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
5	济南西城置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
6	济南西城世中置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
7	济南西城天一置业有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
8	济南泉源置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
9	威海福仁置业有限公司	威海	威海	--	100.00	投资设立

10	济南万融置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
11	济南福泰置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
12	济南融德置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
13	济南福仁城市运营服务有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
14	山东黄金启东置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
15	山东中建翔孚置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
16	济南泉世界商业管理有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
17	济南春晓置业有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
18	济南夏润置业有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
19	山东德天置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
20	山东万融森泰工程建设有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
21	济南双安档案管理有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
22	济南瑞源智能城市开发有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
23	济南西城天润置业有限公司	济南	济南	92.00	--	投资设立
24	金龄健康产业投资（山东）有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
25	济南市中金龄医院有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
26	济南西城石化有限公司	济南	济南	51.00	--	投资设立
27	济南西部旅游开发有限公司	济南	济南	60.00	--	投资设立
28	济南西客站交通运输有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
29	华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	济南	济南	90.00	--	投资设立
30	山东西进融资担保有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
31	济南玉符河建设管理有限公司	济南	济南	58.33	--	非同一控制下企业合并
32	济南慧融商业运营管理有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
33	济南智融商业运营管理有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
34	济南滨湖地产有限公司	济南	济南	100.00	--	同一控制下企业合并
35	山东康桥产业投资有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
36	山东融象投资置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
37	济南融恒置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
38	济南融广投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
39	济南融博投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
40	济南融腾投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
41	济南融泽投资置业有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
42	莱芜市城发置业有限公司	济南	济南	100.00	--	同一控制下企业合并

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 1-4 公司对外担保情况（截至 2024 年底）

被担保方	与被担保人是否存在 关联关系	担保余额（万元）	担保类型	担保期限（年、月）
济南市莱芜众邦商业管理有限公司	否	23910.00	保证担保	2022/12/12—2025/12/11
济南兆源鸿益冶金材料有限公司	否	21240.00	保证担保	2022/12/15—2025/12/11
山东普美经贸有限公司	否	19910.00	保证担保	2022/12/17—2025/12/6
城市建设集团	是	30000.00	保证担保	2024/9/25—2027/9/25

		19850.00	保证担保	2023/2/27—2026/2/16
		29500.00	保证担保	2024/1/29—2027/1/28
		24500.00	保证担保	2024/1/29—2027/1/28
		30000.00	保证担保	2024/3/22—2025/3/21
莱芜城发集团	是	15400.00	保证担保	2024/3/26—2025/3/25
		4500.00	保证担保	2024/10/28—2025/10/28
		4700.00	保证担保	2024/3/29—2025/3/25
山东汇通建设集团有限公司	是	18839.71	预付款担保	2024/9/23—2025/9/22
山东金日交通发展集团有限公司	是	17765.91	预付款担保	2024/9/24—2025/12/23
		470.27	预付款担保	2024/1/5-2025/1/4
济南城建集团有限公司	是	12136.52	预付款担保	2023/1/13—2025/1/12
		10890.41	预付款担保	2024/9/13—2025/9/12
		8349.20	预付款担保	2024/3/25—2027/3/25
		3595.08	预付款担保	2024/10/14—2025/10/13
济南城建动能转换开发建设集团有限公司	是	8460.16	工程款支付担保	2024/5/8—2027/5/7
		5062.00	工程款支付担保	2024/5/8—2027/5/7
		3417.71	工程款支付担保	2024/5/8—2027/5/7
济南滨河新区建设投资集团有限公司	是	4913.06	工程款支付担保	2024/4/12—2025/4/11
		1431.11	工程款支付担保	2024/4/12—2025/4/11
		706.65	工程款支付担保	2024/9/6—2025/4/29
		550.00	工程款支付担保	2024/9/6—2025/4/29
		550.00	工程款支付担保	2024/3/23—2025/3/22
济南城市建设集团融港发展有限公司	是	2720.77	工程款支付担保	2024/5/22—2025/5/21
		2591.83	工程款支付担保	2024/5/22—2025/5/21
		1336.93	工程款支付担保	2024/5/22—2025/5/21
济南万融产业发展集团有限公司	是	1905.25	工程款支付担保	2024/6/25—2026/6/24
		726.48	保证担保	2023/5/31—2024/5/30
		585.56	保证担保	2023/12/1—2024/11/30
		979.49	工程款支付担保	2024/6/25—2027/6/24
		814.67	工程款支付担保	2024/6/19—2026/6/18
		787.28	工程款支付担保	2024/3/5—2027/3/4
		727.25	工程款支付担保	2024/6/25—2026/6/24
		691.27	工程款支付担保	2024/4/27—2027/4/26
		585.56	工程款支付担保	2023/12/1—2026/11/30
山东易方达建设管理集团有限公司	是	1500.00	融资担保	2024/9/9—2025/9/8

济南融平产业发展有限公司	是	863.96	工程款支付担保	2024/5/21—2026/5/20
		612.96	工程款支付担保	2024/1/29—2026/1/28
济南鲁澳融惠产业发展有限公司	是	846.41	工程款支付担保	2024/1/29—2026/1/28
济南黄河绿色产业开发有限公司	是	550.00	工程款支付担保	2023/5/25—2025/5/24
		550.00	工程款支付担保	2024/7/18—2026/7/17
济南黄河大桥建设管理有限公司	是	550.00	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
		550.00	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
		550.00	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
		550.00	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
		550.00	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
		256.06	工程款支付担保	2024/8/30—2025/6/29
济南城盛建设工程有限公司	是	550.00	工程款支付担保	2024/8/19—2027/6/29
		550.00	工程款支付担保	2024/8/19—2027/6/29
济南城港建设工程有限公司	是	550.00	工程款支付担保	2024/11/26—2027/6/29
济南城鲁建设工程有限公司	是	475.58	工程款支付担保	2024/11/26—2025/6/29
山东金朝融惠检测科技有限公司	是	87.59	履约担保	2021/12/6—2025/12/5
合计	--	345242.69	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	28.90	16.62	22.69
应收账款（亿元）	38.37	42.97	49.61
其他应收款（亿元）	87.35	94.23	97.37
存货（亿元）	664.24	689.61	681.93
长期股权投资（亿元）	28.19	60.08	60.52
固定资产（亿元）	21.43	21.14	25.82
在建工程（亿元）	153.61	171.08	179.75
资产总额（亿元）	1357.13	1435.92	1469.61
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	11.28	11.27	11.22
所有者权益（亿元）	330.85	343.49	344.48
短期债务（亿元）	61.39	16.00	28.77
长期债务（亿元）	353.91	386.39	377.45
全部债务（亿元）	415.30	402.38	406.22
营业总收入（亿元）	47.28	43.53	16.56
营业成本（亿元）	33.40	34.55	15.55
其他收益（亿元）	0.05	0.05	0.02
利润总额（亿元）	5.58	6.80	0.41
EBITDA（亿元）	9.70	11.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	32.72	11.27	9.20
经营活动现金流入小计（亿元）	85.44	50.61	53.73
经营活动现金流量净额（亿元）	-23.44	-27.64	25.58
投资活动现金流量净额（亿元）	-35.52	-38.09	-15.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	54.18	54.37	-9.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.09	1.07	--
存货周转次数（次）	0.05	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	69.21	25.89	55.58
营业利润率（%）	21.96	13.74	2.46
总资本收益率（%）	1.01	1.34	--
净资产收益率（%）	1.49	2.01	--
长期债务资本化比率（%）	51.68	52.94	52.28
全部债务资本化比率（%）	55.66	53.95	54.11
资产负债率（%）	75.62	76.08	76.56
流动比率（%）	126.41	123.43	118.63
速动比率（%）	26.49	24.75	26.54
经营现金流动负债比（%）	-3.53	-3.96	--
现金短期债务比（倍）	0.47	1.04	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	0.73	1.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	42.80	35.89	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务数据未经审计；2. 公司合并口径的长期应付款和其他非流动负债中有息部分纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.63	1.38	20.36
应收账款（亿元）	36.25	38.26	45.31
其他应收款（亿元）	297.70	315.58	331.53
存货（亿元）	411.84	437.07	427.03
长期股权投资（亿元）	89.03	87.02	87.02
固定资产（亿元）	8.04	12.68	12.57
在建工程（亿元）	114.41	121.08	128.39
资产总额（亿元）	1155.29	1217.73	1245.86
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	317.09	307.60	308.54
短期债务（亿元）	60.61	10.51	27.96
长期债务（亿元）	335.42	349.85	330.27
全部债务（亿元）	396.03	360.36	358.22
营业总收入（亿元）	13.58	9.41	13.39
营业成本（亿元）	7.13	6.81	12.93
其他收益（亿元）	0.01	0.02	0.01
利润总额（亿元）	5.81	-10.47	0.40
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.62	0.29	0.31
经营活动现金流入小计（亿元）	11.52	10.56	5.02
经营活动现金流量净额（亿元）	-16.80	-7.17	0.16
投资活动现金流量净额（亿元）	-41.38	-42.27	-2.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	52.00	49.13	3.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.33	0.25	--
存货周转次数（次）	0.02	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	19.30	3.07	2.30
营业利润率（%）	42.18	20.74	2.87
总资本收益率（%）	1.08	-1.07	--
净资产收益率（%）	1.85	-3.31	--
长期债务资本化比率（%）	51.40	53.21	51.70
全部债务资本化比率（%）	55.53	53.95	53.73
资产负债率（%）	72.55	74.74	75.23
流动比率（%）	151.34	143.52	138.92
速动比率（%）	69.17	65.37	68.39
经营现金流动负债比（%）	-3.35	-1.28	--
现金短期债务比（倍）	0.03	0.13	0.73
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 未获取到公司本部折旧、摊销费用数据，故公司本部 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示； 2. 公司本部的长期应付款中有息部分纳入长期债务核算； 3. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计； 4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持